

AB'YE ÜYE OLAN ÜLKELERE YAPILAN DOĞRUDAN YABANCI YATIRIMLARIN BORSADA İŞLEM GÖREN YERLİ ŞİRKETLERİN PİYASA DEĞERİ ÜZERİNE ETKİSİ: PANEL ZAMAN ANALİZİ

Sedat AYDOĞDU¹

Aykut SAKIZLI²

Özet

Ülkeler için en önemli ekonomik hedeflerden biri kuşkusuz ekonomik büyüme kalemidir. Bu durumu arttırabilecek birçok yöntem ve uygulama mevcuttur. Şüphesiz bunların en önemlilerinden biri de doğrudan yabancı yatırımlardır. Yabancı yatırımcının kendisiyle beraber döviz, teknoloji, personel eğitimini getirmesi hem finansal açıdan hem de eğitim ve altyapı açısından yatırım yapılan ülkeye önemli katkılar sağlamaktadır. Fakat bu analizin yapılmasındaki amaç, yabancı yatırımların getirdikleri olumlu durumların dışında ülkede faaliyet gösteren yerli şirketler üzerinde herhangi bir olumsuz etkisinin olup olmadığı sorgulamaktır. Ülkelere yapılan doğrudan yabancı yatırımların herhangi bir etkisinin olup olmadığına ulaşabilmek için ise bu çalışmada, Avrupa Birliği'ne (AB) üye olan ülkelere yapılan doğrudan yabancı yatırımların (FDI) borsada işlem gören yerli şirketlerin piyasa değeri (MCDC) arasındaki ilişkiyi, 2003-2017 dönemini kapsayan yıllık verileri kullanarak, sekiz AB ülkesini kapsayacak şekilde yapılmıştır (Almanya, Belçika, Fransa, Hollanda, Lüksemburg, Slovenya, İspanya, Portekiz). Analizde değişkenleri durağanlaştırmak için Levin, Lin ve Chu (LLC), Hadris ve Tzavalis (HT) ve Hadri panel birim kök testleri kullanılmıştır. Çalışmadaki testleri uygulamadan önce büyük olan verilerin logaritma değerleri alınarak küçültülmüştür. Küçültmelerin ardından analizin sağlıklı bir sonuç verebilmesi için verilerin gecikme değerleri bulunmuştur. Çıkan gecikme sonucuna göre Vektör Otoregresif Analizi, Granger Nedensellik Testi Analizleri kullanılmıştır. Yapılan analiz sonuçlarına göre FDI ve MCDC arasında herhangi bir etkinin olmadığı, değişkenlerin birbirinden etkilenmediği sonucuna varılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Doğrudan Yabancı Yatırım, Firma Değeri, Granger Nedensellik Analizi

Jel Sınıflandırılması: E22, G00

THE EFFECT OF FOREIGN DIRECT INVESTMENTS TOWARDS EU MEMBER COUNTRIES ON MARKET VALUE OF DOMESTIC COMPANIES TRADED ON STOCK MARKET: PANEL TIME SERIES ANALYSIS

Abstract

One of the most important economic targets for countries is undoubtedly economic growth. There are many methods and applications that can improve this situation. Undoubtedly, one of the most important of these is foreign direct investments. The fact that foreign investors bring foreign exchange, technology, and personnel training together with them makes significant contributions to the invested country both financially and in terms of education and infrastructure. However, the purpose of this analysis is to question whether there is any negative effect on the domestic companies operating in the country other than the positive situations brought by foreign investments. In order to find out whether there is any effect of foreign direct investments to the countries, in this study, the relationship between the market value of foreign direct investments to the member countries of the European Union and the market value of domestic companies, using eight annual data, covering eight EU countries Levin, Lin and Chu Hadris and Tzavalis and Hadri panel unit root tests were used to stabilize the variables. Before applying the tests in the study, the logarithm values of the large data were minimized. After the reduction, the delay values of the data were found in order to give the analysis a healthy result. According to the delay result, Vector Autoregressive Analysis and Granger Causality Test Analysis were used. According to the results of the analysis, it was concluded that there was no effect between FDI and MCDC and the variables were not affected from each other.

Keywords: Direct Foreign Investment Company Value, Panel, Granger Causality Analysis

Jel Classification : E22, G00

¹ Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bankacılık ve Finans Yüksek Lisans

Öğrencisi e- posta: sd.t.aydogdu@gmail.com

²Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bankacılık ve Finans Yüksek Lisans

Öğrencisi e-posta: a.y.k.u.t.38@hotmail.com

GİRİŞ

Ülkeler açısından öngörülen en temel ekonomik amaç ekonomik büyümenin sağlanarak hakkaniyetli gelir sağlanması ve sosyal refah seviyesine ulaşılmasıdır.

Bu hedeflere ulaşılması için oluşabilecek sorunları belirleyerek bu sorunların ve problemlerin çözülmesi gerekmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin ekonomileri için bu sorunlar tasarruf ve kaynak yetersizliğinden kaynaklanabilmektedir. Bu sorunları çözümedeki en temel araçlardan biriside doğrudan yabancı sermaye yatırımlarıdır. Yani tasarrufların ve kaynakların yetersiz kalması gelişmekte olan ülke ekonomilerinin büyümesi ve kalkınması önünde önemli bir etken olduğu için doğrudan yabancı sermaye yatırımları önemli bir etken haline gelmektedir (Tunca, 2005).

Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, bir ülkede yeni kurulan bir firma için sermaye sağlamak ya da ülke içinde bir firmayı satın alarak sermayesine katkı sağlayacak başka ülkede kalıcı ekonomik çıkar elde etme amacını yansıtan işletmecilik bilgisi, teknoloji ve yatırımcının yetkilerin kullanıldığı yatırımlar olarak tanımlanabilir(Karluk,1984). Bu tanıma dayalı olarak doğrudan yabancı sermaye yatırımları sermaye yatırımının sağlanması için dışarıdan içeriye fon aktarımının sağlanması veya firma yönetiminde ortak olarak söz sahibi olma yetkisi gibi iki farklı şekilde ortaya konulmaktadır (Tunca, 2005).

Ekonominin büyümesi ve kalkınması için doğrudan yabancı yatırımlar bu bağlamda da büyük öneme sahiptirler. Bu yatırımların gerçekleştiği ülkeye sadece sermaye sağlanması değil bununla birlikte firmaların yeniden yapılanması yeniden ayağa kalkması için yönetim becerisi ve teknolojiyi de beraberinde sağlamaktadır. Bu yüzden gelişmekte olan ülkelerde doğrudan yabancı yatırımları daha fazla elde etmek için ve bu olanakları ülkesine katmak için birbirleri ile rekabet içerisine girmektedirler. Bu yatırımları kendi ülkesine kazandırmak için, oluşacak yabancı yatırımlara teşvik sağlayarak, ekonomik kutuplar oluşturarak ve ticaret rejimine genişlik sağlayıp serbestleştirerek olumlu sonuçlara ulaşabilirler (Şen & Saray, 2010).

Fakat bu durumların dışında farklı bir perspektifte baktığımızda bambaşka bir durumu gözden kaçırdığımızın farkına varmış oluyoruz. Bu durum ise doğrudan yabancı yatırımların yapıldığı coğrafyada faaliyet gösteren yerli firmalara etkisidir. Bu duruma aslında insanoğlu yabancı değildir, geçmiş tarihimize dönüp baktığımızda Sanayi Devrimde başlatılan makineleşme, sanayi devrimine yetişemeyen ülkelerde faaliyet gösteren yerel firmaları, esnafları, toplumu etkilemiştir. Günümüzde ise artık gelişen teknoloji ve sermaye akışının hızı, ekonomi için iyi bir durum teşkil etse de yerli şirketler için aynı hususun olup olmadığı bilinmemektedir. Örnek verecek olursak, A ülkesinde faaliyet gösteren yerel bir ayakkabı firmasının, o ülkeye ulusal bir ayakkabı firmasının doğrudan yatırımı ile etkilenmesi açıkçası öngörülebilir bir durumdur.

Bu durumdan ötürü bu çalışma AB'ye üye olan ülkelere yapılan doğrudan yabancı yatırımların borsada işlem gören yerli şirketlerin piyasa değeri üzerine etkisini incelemektedir. Belirtilen amaç doğrultusunda bu çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde çalışmaya ait literatür çalışmalarına yer verilmiştir. İkinci bölümde kullanılan veri ve metodolojiden bahsedilmiştir. Üçüncü bölümde doğrudan yabancı yatırım ile borsada işlem gören yerli şirketlerin piyasa değeri arasındaki ilişki durumunu açıklayan analiz ile ortaya çıkan bulgulara yer verilmiş ve yorumlanmıştır. Son kısımda ise sonuca yer verilmiştir.

1.LİTERATÜR ÇALIŞMASI

Doğrudan yabancı yatırımların, şirketlerin borsa değerine etkilemesi üzerine herhangi bir analiz çalışması bulunmamıştır. Aşağıdaki literatür çalışmaları ayrı ayrı konuları ele alıp araştırılmıştır. İlk kısım doğrudan yabancı yatırımlar ile ilgili çalışmalara yer verilmişken ikinci kısımda borsa şirket değeri üzerine yapılan araştırmalara yer verilmiştir.

Doğrudan yabancı yatırımlar ile ilgili literatüre bakıldığında genellikle iki grup halinde bir inceleme yapıldığı görülmektedir. Bazı araştırmacılar doğrudan yabancı yatırımların arkasında olan faktörleri belirlemeyi araştırmaktadır. Diğer araştırmacılar ise, doğrudan yabancı yatırımın ekonomik

büyüme, emek verimliliği, istihdam ve teknoloji değişkenlerin üzerindeki etkisini araştırmaktadır. Çalışmanın sonuçları birinci grupta siyasal, ekonomik ve sosyal unsurlar, ülke ve bölge kapsamında araştırmışlardır. İkinci grup sonuçları ise, genel anlamda doğrudan yabancı yatırımların teknolojik yayılmaya yol açarak emek verimliliğini ve ekonomik büyümeyi pozitif yani olumlu bir şekilde etkilediği sonucuna ulaşılmaktadır. Böylece elde edilen sonuçlarda farklılık görülmektedir.

Tunca (2005), çalışmasında doğrudan yabancı yatırımları ve yatırımların belirleyicileri olarak bazı veriler arasında Türkiye için uzun dönem denge ilişkisinin varlığı araştırmaktadır. Araştırmanın sonunda doğrudan yabancı sermaye yatırımları ile döviz kuru, faiz oranı ve ücretler arasında negatif ilişki olduğuna ve doğrudan yabancı yatırımlar ile dış ticaret oranı, Gayrisafi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) ve altyapı yatırımları arasında pozitif ilişki olduğunu ortaya koymaktadır.

Özcan ve Arı (2010), 1994-2006 dönemlerini baz alarak 27 Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (OECD) ülkesini kapsayan bir çalışma yapmıştır. Çalışmasında doğrudan yabancı yatırımı belirleyen faktörleri Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM) tahmin yöntemiyle panel veri analizini kullanmaktadır. Çalışma bulguları sonucunda, cari denge değişikliğinin ve açıklığın doğrudan yabancı yatırımlar ile negatif ilişki, enflasyon, büyüme oranı ve altyapı düzeyinin pozitif olarak etkilendiği görülmektedir.

Ağayev (2010), 25 geçiş ekonomisini kapsayan çalışmasında doğrudan yabancı yatırımlar ile ekonomik büyüme arasında ki ilişkiyi panel nedensellik ve panel eşbütünleşme yöntemlerini kullanmaktadır. Çalışmanın kullanılan yöntemlerin sonucuna göre uzun dönemde doğrudan yabancı yatırımlar ile iktisadi büyüme değişkenleri birlikte hareket etmektedirler. Kısa dönemde ise, bu değişkenler arasında ekonomik büyümeden doğrudan yabancı yatırımlara doğru zayıf bir ilişki, doğrudan yabancı yatırımdan iktisadi büyümeye doğru bir kuvvetli bir ilişki olduğu görülmektedir.

Şen ve Saray (2010), yaptığı araştırmada ekonomik büyüme ile Türkiye' ye girişi sağlanan doğrudan yabancı yatırımlar ile arasındaki ilişkiyi incelemektedir. İncelemede panel veri regresyon analizini kullanarak Türkiye'ye girişi sağlanan doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının ekonomik büyümeyi pozitif bir şekilde yani olumlu etki yarattığı sonucuna ulaşılmaktadır. Ayrıca bu etkinin karşılaştırması yapılan Bulgaristan, Çin, Romanya, Brezilya, Polonya ve Arjantin ülkelerinden daha da fazla olduğu görülmektedir.

Zeren ve Ergun (2010), çalışmasında 1995-2007 dönemleri için Avrupa Birliği ülkelerine doğrudan yabancı yatırım girişlerinde rol oynayan faktörleri panel veri yöntemiyle araştırmaktadır. Araştırmanın sonucuna göre ise, brüt sermaye birikiminin ve cari işlemler dengesinin doğrudan yabancı yatırımları negatif yönde etkilediği, kalkınma seviyesinin, açıklık oranının ve GSYH oranı doğrudan yabancı yatırım girişlerini pozitif yönde artırdığı görülmektedir.

Çeştepe ve Mıstaçoğlu (2012), 1993-2007 dönemi gümrük birliğinin doğrudan yabancı yatırımları üzerindeki etkisini araştırmaktadır. Çalışmada gümrük birliğinin kukla değişkeni olarak oluşturulan model panel veri tahmin yöntemiyle tahmin edilmeye çalışılmaktadır. Ayrıca çalışmada AB' ye 2004 ve 2007 yıllarında üye olan ülkeler ve AB' ye daha üye olmamış ancak 1995' de gümrük birliği anlaşmasını yürürlüğe koyan Türkiye örneğinde ortaya konulmuştur. Doğrudan yabancı yatırımları etkileyen ihracat ve ekonomik istikrarsızlık ve Pazar büyüklüğünün göstergesi GSYH değişkenlerinin gösterildiği modelde gümrük birliği doğrudan yabancı yatırımlar üzerinde olumlu bir etkinin olduğu ortaya konulmaktadır.

Öztürk, Demirgüneş ve Gözbaşı (2012), 1994-2006 dönemlerini baz alarak uluslararası doğrudan yatırımlar ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi geliştirmekte olan 12 ülkeyi kapsayan bir çalışma yapmıştır. Çalışmasında 12 ülke için (Arjantin, Brezilya, Cezayir, Hindistan, Güney Kore, Malezya, Meksika, Mısır, Nijerya, Singapur, Tayland ve Türkiye) panel nedensellik analizini ve panel eşbütünleşme testini kullanmaktadır. Araştırmanın panel nedensellik analizi sonucuna göre bu iki değişken olan uluslararası doğrudan yatırım ile ekonomik büyüme arasında uzun dönemde çift yönlü bir nedensellik ortaya çıkarken kısa dönemde, uluslararası doğrudan yatırımlardan ekonomik büyümeye doğru tek yönlü bir ilişki olduğu ortaya konulmaktadır.

Sandalcılar (2012), yaptığı analizde 1980-2011 verilerini kullanarak Türkiye’ de doğrudan yabancı yatırımların istihdam üzerine etkisini araştırmaktadır. Çalışmada Phillips-Perron (PP) Birim Kök Testi, Augmented Dickey-Fuller Birim Kök Testi (ADF), ve Granger Nedensellik Testini yaparak doğrudan yabancı yatırımlar ile istihdam arasında negatif ilişki olduğunu yani anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Firma değerleri ile ilgili literatür çalışmalarına bakıldığında ise genellikle sermaye yatırımlarının firma değeri üzerine etkileri, oran analizi / kaldıraç oranları kullanılarak araştırılmış olup aşağıda tarih sırasına göre sıralanmıştır.

Pekkaya (2006), araştırmasında BİST 30 endeksi içerisinde bulunan 19 şirketin dağıtılan ve dağıtılmayan kar payı miktarlarının, şirketlerin değeri üzerinde ne derece etki gerçekleştirme yaşadığını öğrenmek amacıyla bu şirketler üzerinde regresyon analizi yapmıştır. Yapılan regresyon analizi sonuçlarında 19 şirket içinden sadece 5 şirketin istatistiksel olarak anlamlı çıktığı sonucuna varmıştır.

Özaltın (2006), araştırmasında, 2000-2003 yıllarını kapsayan BİST-100 endeksine dahil olan şirketlerin sermaye yapıları verilerini bulup, kolerasyon analizi kullanarak, şirket değerleri ile sermaye yapıları arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Çalışmada piyasa değeri, kaldıraç oranları kullanılarak bulunmuştur. Araştırma sonucunda, bu iki değişken arasında anlamlı bir ilişkinin ortaya çıkmadığı sonucuna varmıştır.

Büyükşalvarcı ve Uyar (2010), araştırmalarında 2004 yılını kapsayan Borsa İstanbul’da faaliyet gösteren 91 şirket üzerine bir analiz yapmıştır. International Uluslararası Muhasebe Standardı raporlarına göre hazırlanmış mali tablolardan elde edilen finansal oranlar ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Bulunan sonuçta bu iki değişkenin aralarında anlamlı bir ilişkinin bulunduğu kanısını ortaya koymuşlardır. Araştırmacılar analiz sonuçlarının farklı muhasebe standartlar düzenlemelerine dayanarak hazırlanan mali tablolardan bu ilişkiyi açıklama için farklı bir durum sergilediğini bulmuşlardır.

Düzer ve Birgili(2010), yaptıkları çalışmada, finansal oranlar ile firma değeri arasındaki ilişki bulmak istemişlerdir. Yapılan analiz sonuçlarında Firma değeri ile asist –test oranı, T.Borçlar / T.Aktifler, K.V.B. / T.Borçlar , Stok D.V., Özsermaye D.V. ve FK / Net satışlar oranları arasında negatif bir ilişki bulmuşlardır. Çalışmanın sonucunda finansal oranların firma değerini etkilediği kanısına varmıştır.

Altan ve Arkan (2011), araştırmalarında BİST’te işlem gören 127 firmanın verilerini kullanarak kısa ve uzun vadeli borç ve firmalar tarafından kullanılan sermayenin firma değeri üzerindeki ilişkisini bulmak amacıyla araştırma yapmıştır. Yapılan araştırma ve analiz sonucunda şirketlerin mali yapısındaki hareketlerin firma değerini etkilediği sonucunu bulmuşlardır.

2.DATA VE METODOLOJİ

2.1. Araştırmanın Amacı ve Kapsamı

Bu çalışmanın amacı, Avrupa Birliğine üye olan ülkelere yapılan doğrudan yabancı yatırımların, borsada işlem gören yerli şirketlerin piyasa değerine üzerine etkisinin incelenmesidir. Doğrudan yabancı yatırımların şirketlerin piyasa değerine herhangi bir etkisinin olup olmadığını ölçmek amacıyla çalışmada 2003-2017 yılları arası veriler kullanılarak yerli şirketlerin piyasa değerleri ile doğrudan yabancı yatırımlar arasındaki ilişkisi incelenecektir.

2.2. Araştırmanın Veri Seti ve Yöntemi

Çalışmada kullanılan Avrupa Birliğine üye olan ülkelerden Almanya, Fransa, Hollanda, İspanya, Belçika, Lüksemburg, Portekiz ve Slovenya’ya ait doğrudan yabancı yatırım miktarları verisi ve borsada işlem yerli şirketlerinin piyasa değerlerine ait veriler 2003-2017 dönemlerini kapsayan tarihler arasında Dünya Bankası’ndan (<https://data.worldbank.org>) alınmıştır.

Araştırmada, Avrupa Birliğine üye olan ülkelerin borsada işlem gören yerli şirketlerinin piyasa değeri ile doğrudan yabancı yatırım arasındaki ilişkiyi açıklamak için indirilen veriler öncelikle, birimler

arası korelasyon testi yapılarak aralarında korelasyon olup olmadığına göre birim kök testlerini hangi kuşak üzerinde uygulanacağı belirlenmiştir. Daha sonrasında değişkenlerin durağan olup olmadığını belirlemek amacıyla Birinci Kuşak Panel Birim Kök testleri seçilerek, 1. Grup (LLC, HT ve Hadri LM Testleri) yapılmıştır. Değişkenler durağanlaştıktan sonra Panel VAR ve Panel Nedensellik Analizleri uygulanmıştır.

2.2.1.Panel Zaman Serisi Analizi

Panel zaman serisi analizi, Panelde kullanılacak verilerde durağanlık, eş bütünleşme ve nedensellik analizleri, VAR ve hata düzeltme düzeltme gibi başlıklar yer almaktadır. Bu analiz bizlere değişkenler arasında homojenlik-heterojenlik ve birimler arası ilişki olup olmamasını geniş seçenekler sunarak, bizlere bu durumların varlığını sınamak açısından önemli opsiyonlar sunmaktadır (Tatoğlu 2018).

2.2.1.1.Panel Birim Kök Testi Analizi

Bir serinin zaman içerisinde durağanlık durumu, kullanılan serinin değerinin uzun dönemde ortalama bir değere yaklaşması veya bu ortalama değer çevresinde seyir göstermesi anlamına gelmektedir (Tatoğlu 2018).

Durağan olmayan veriler üzerinde çalışıldığı durumda en sık karşılaşılan sorunlardan biriside sahte regresyon modelidir. Yani bu durum verilerde zaman süresi arttıkça tahmin edilme gücünü zorlaştırıyor. Bu durumdan ötürü başlamadan önce analizleri verilerin sınanması ve değişkenler Birim Kök olup olmamasının belirlenmiş önem teşkil etmektedir.

Panel Birim Kök testleri, değişkenler arasında ilişki olup olmamasına göre birinci veya ikinci kuşak olmak üzere iki farklı duruma ayrılmaktadır. Ototegresif parametrenin homojenlik durumuna göre ise homojenlik ve heterojenlik birim kök testleri durumuna ayrılmaktadır. Çıkan analiz sonuçlarında P-Value değerlerine bakarak 0.05'ten büyük olması durumunda 2. Kuşak, küçük olması durumunda 1. Kuşak testleri yapılmaktadır.

H₀: Birimler arasında korelasyon yoktur. (1. Kuşak Kabul)

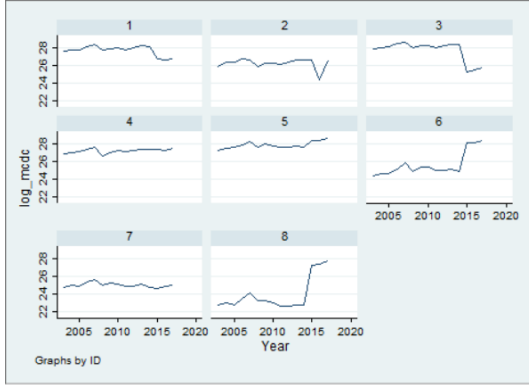
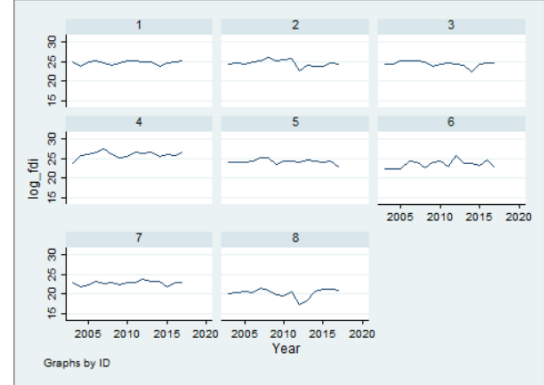
H₁: Birimler arasında korelasyon vardır. (2. Kuşak Kabul)

2.2.1.2. Panel VAR Modelleri ve Panel Nedensellik Analizi

Vektör Ototegresyon, değişkenler arasında, çoklu zaman serileri arasındaki gelişimi ve karşılıklı bağımlılığını ve ilişkini ölçen ekonometrik bir modeldir. Bu modelde, sistem içerisinde yer her bir farklı değişkenin hem kendisi için hem de sistem içerisinde yer alan diğer değişkenler üresindeki lag (gecikme) değerleri tarafından tahmin edilmektedir. Ayrıca uygulan bu modeller vasıtasıyla değişkenler arasındaki ilişkinin yönünü belirlemek amacıyla da Panel Nedensellik Analizi yapılmaktadır. (Tatoğlu 2018).

3.ARAŞTIRMANIN BULGULARI VE YORUMLANMASI

Panel – Zaman Analizi araştırılmasına başlandığı vakit yapılması gereken ilk adım verimizi STATA Programına bir zaman serisi olduğunu belirtip, daha sonrasında bu verilerin toplu grafiklerine bakarak analizde kullanacağımız kodlar için Trendli –Trendsiz, Sabitli – Sabitsiz durumunu incelenip karar verilmesi adına aşağıdaki Grafik 1. ve Grafik 2. grafikleri analiz için önem arz etmektedir.

Grafik1: MCDC Toplu Grafikleri**Grafik2 : FDI Toplu Grafikleri**

Şekil 1. ve Şekil 2. Grafikleri incelendiğinde Şekil 1’de yer alan Panel – Zaman Analizi araştırılmasına başlandığı vakit yapılması gereken ilk adımlardan bir diğeri ise birimler arasında korelasyon testi yapılıp hangi kuşak üzerinde çalışılması gerektiğine karar vermektir. Testte dikkat edilen husus P-Value değerinin 0.05’ten büyük ya da küçük olma hususudur. P-Value değerinin 0.05’ten düşük olması değerler arasında korelasyonun olduğunu ve 2. Kuşak analiz yapılmasını gerektirdiğini söyler. 0.05’ten büyük olması isli ilişkisinin olmadığını 1. Kuşak analiz çalışmasını belirtir. Aşağıdaki Tablo 1’de görüldüğü üzere yaptığımız analiz sonucunda 1. Kuşak Analiz çalışması kararına ulaşılmıştır.

Tablo 1: Birimler Arası Korelasyon Testi

Variable	CD-Test	P-Value	Corr.	Abs(corr)
log_mcdc	1.55	0.121	0.076	0.522
log_fdi	1.64	0.101	0.080	0.252

3.1. Birim Kök Testleri

3.1.1. LLC, HT ve Hadri Panel Birim Kök Testleri

Doğrudan yabancı yatırım ve borsada işlem gören yerli şirketlerin piyasa değeri arasındaki ilişkiyi incelemeye ilk önce durağan olup olmadıklarının belirlenmesi için değişkenler arasında birim kök testleri yapılmıştır. Çalışmada birim kök testi sınaması için Levin, Lin ve Chu (LLC), Hadris ve Tzavalis (HT) ve Hadri panel birim kök testleri kullanılmıştır.

Tablo 1’de görüldüğü gibi LOG_FDI değişkeni, Levin, Lin ve Chu (LLC) testinde seviyede durağan olduğu aynı şekilde Hadris ve Tzavalis (HT) ile Hadri panel testide seviyede durağan olduğu görülmektedir. Bu durumda değişken tüm panel birim kök testlerine göre %1 düzeyde anlamlılık seviyesine ulaştığı gözlenmektedir.

LOGMDCD değişkeni için konuşacak olursak, Levin, Lin ve Chu (LLC) testinde seviyede durağan olduğu fakat Hadris ve Tzavalis (HT) ile Hadri panel testinde durağan olmadığını ve her iki test de birinci farkı alınarak durağanlaştırıldığı görülmektedir. Bu durumda değişken panel birim kök testlerine göre %1 düzeyde anlamlılık seviyesine ulaştığı gözlenmektedir. Bundan sonraki analizin hepsinde durağanlaştırılmış “DLOGMDCD ve LOG_FDI” değişkenleri üzerinden analize devam edilmiştir.

Tablo 2: LLC, HT ve Hadri Panel Birim Kök Test Sonuçları

Değişken	LLC Testi		HT Testi		Hadri Testi	
	I (0)	I (1)	I (0)	I (1)	I (0)	I (1)
Doğrudan Yatırım (log_fdi)	(0.0000)***		(0.0000)***		(0.0000)***	
Şirket Piyasa Değeri (log_mcdc)	(0.0001)***		(0.3727)	(0.0000)***	(0.8926)	(0.0000)***

3.2. Panel Vektör Otoregresif (Panel VAR) Analizi

3.2.1. Panel VAR Analizi ve Gecikme Değerlerinin Tespiti

Bu yaptığımız regresyon analizi sonuçlarında bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasında ilişkinin olup olmadığını kontrol etmekteyiz. VAR regresyonunu başlatabilmek için öncelikle gecikme değerini bulup regresyon analizine entegre edilmelidir. Gecikme değerinin bulunması analiz için önem arz etmektedir çünkü yanlış bir dönem bulmada analiz için doğru aralığı bulamayıp, sağlıklı bir sonuç ortaya koyamayız.

a-) Gecikme Değerlerinin Tespiti

Tablo3. Gecikme Değerleri Sonuçları

Gecikme	CD	J-J	P-VALUE	MBIC	MAIC	MQIC
1	.7870585	6.04906	.9875568	-60.49306	-25.95093	-39.55882
2	.7643583	11.8220	.4600767	-38.08457	-12.1779	-22.38389
3	.7256431	6.63621	.5763416	-26.63485	-9.36378	-16.16773
4	.8090258	4.23054	3757038	-12.24049*	-3.76946*	- 7.171432*

Tablo 3’de çıkan sonuçta gecikme değerini “MBIC, MAIC ve MQIC “sonuçlarına bakarak kararlaştırıldı. En düşük değerlerin hepsinin 4. Dönemde çıkması sonucunda gecikme değerini 4 olarak kabul edildi. Bu sonucun iyi bir şey olduğu söylenebilir çünkü 4 dönemlik gecikme dönemi analizi kapsamında ne kadar çok geriye gidilirse, analizin doğruluk payı o derece güçlendirilmiş olur.

b-) Panel Var Regresyon Analizi

Tablo4. Panel Var Regresyon Analizi

Değişkenler	Coefficient	Dönem	P>I Z I
dlog_mcdc(bağımlı) log_fdi(bağımsız)	.3276155	L1	0.322
	.4616825	L2	0.102
	.3488346	L3	0.296
	.1721443	L4	0.388
log_fdi (bağımlı) dlog_mcdc(bağımsız)	.1668149	L1	0.562
	.0993376	L2	0.723
	.0915929	L3	0.761
	.1881209	L4	0.666

Bulunan gecikme değerlerinden yararlanılarak VAR Regresyon analizi yapılmıştır. Analizde her iki değişken arasında birbirlerine etkinin olduğunu söyleyebilmek için P-Value’nin 0.05’ten düşük olması gerekmektedir. Tablo 4’te çıkan sonuçta, değerlerin 0.05’ten yüksek çıktığını görmekteyiz. Yani

doğrudan yabancı yatırımların analizde kullanılan 8 AB üyesi ülke yerli şirketlerinin borsa değerine herhangi bir etkisinin olmadığı sonucuna varılmaktadır.

3.2.2. Panel Var Stabilize Analizi

Tablo5. Panel Var Stabilize Analizi

Özdeğer		Modüller
-.4991382	.6437394	.8145793
-.4991382	-.6437394	.8145793
.6340108	-.3231314	.7116064
.6341018	.3231314	.7116064
.1835047	-.5888517	.6167823
.1835047	.5888517	.6167823
.3985059	.3881888	.556325
-.3985059	-.3881888	.556325

3.3.3. Granger Nedensellik Analizi

Çalışmadaki bu analizinde değişkenler arasında bir nedensellik analizi olup olmadığını incelemek için yapılmıştır. Değişkenleri birbirlerini etkileyebilmeleri ya da aralarında bir Granger nedensellik analizi olmaları için P-değerlerinin 0,05' den küçük olmaları beklenmektedir. Aşağıda yer alan Tablo 6'ya bakıldığında P-değerlerinin 0.05'ten yüksek çıkması herhangi bir ilişkinin olmadığı, doğrudan yabancı yatırımların analizde kullanılan sekiz AB üyesi ülkesi yerli şirketlerinin borsa değerine herhangi bir etkisinin olmadığı kanısına varılmaktadır.

Tablo 6: Granger Nedensellik Analizi Sonuçları

Hipotezler	Chi ²	Prob > Chi ²
Şirket Piyasa Değeri → Doğrudan Yabancı Yatırım (dlog_mcdc) → (log_fdi)	3.133	0.536
Doğrudan Yabancı Yatırım → Şirket Piyasa Değeri (log_fdi) → (dlog_mcdc)	5.160	0.271

SONUÇ

Doğrudan yabancı yatırım ile borsada işlem gören yerli şirketlerin piyasa değeri arasındaki ilişkinin incelendiği bu çalışmada amaç, bu doğrudan yabancı yatırımın ülkede faaliyet gösteren yerli firmalar üzerinde herhangi bir etkisinin olup olmadığını araştırmak amacıyla sekiz AB ülkesi üzerinde test edip geçmişte yapılan çalışmalara, literatürdeki fikir çeşitliliğine katkı sağlamaktır.

Sekiz AB üyesi ülkesi üzerine yapılan bu çalışmada 2003-2017 zaman aralığı yıllık analize tabi tutularak sonuçlandırılmıştır. Çalışmaya ilk olarak daha sağlıklı, verimli bir sonuç alabilmek için, borsada işlem gören yerli şirketlerin piyasa değeri ile doğrudan yabancı yatırım verilerini durağanlaştırma ile başlanmıştır. Bu iki değişken için durağanlaştırmanın sağlanması adına Levin, Lin ve Chu (LLC), Hadris ve Tzavalis (HT) ve Hadri panel birim kök testleri kullanılmıştır. Log_fdi değişkeni LLC, HT ve Hadri Panel Testinde seviyede durağan olduğu (I0) tespit edilmiştir. Log_mcdc değişkeni ise LLC testinde seviyede durağanken (I0), HT ve Hadri Panel testinde durağan olmadığı ve her iki test içinde birinci fark alınarak durağanlaştırılmıştır (I1). Ardından önce gecikme değerleri bulunup VAR regresyon analizi yapılmıştır. Yapılan bu regresyon analizi sonucunda 8 AB üyesi ülkesi

için yerli şirketlerinin borsa değerine herhangi bir etkisinin olmadığı sonucuna varılmıştır. Granger Nedensellik Analizinde de bu durumun değişmediği yani FDI ve MCDC arasında herhangi bir nedenselliğin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu aslında beklenen sonucu çünkü analizde kullanılan sekiz Avrupa Birliği ülkesi teknoloji, personel, hukuk vs. alanlarda gelişmişlik düzeylerini yakaladıkları için doğrudan yabancı yatırım için gelen yatırımcılar ile aralarındaki rekabet düzeyi ileri seviyede olacaktır. Güçlü bir şirket altyapısına sahip olan ülkelerimiz bu durumdan etkilenmemesini öngörülebilir ki analizimiz sonuçları da bu durumu göstermektedir. Gelişmekte olan ülkeler kullanılan bir analizde sonuçların farklı çıkabilme olasılığı kuşkusuz ortadadır. Bundan sonraki çalışmalara öneri olarak gelişmekte olan ülkeler kullanılıp farklı sonuçlar elde edilebilir.

Sonuç olarak, analiz sonucunda beklenen üzere doğrudan yabancı yatırımların, ülke içinde faaliyet gösteren yerel firmalar için herhangi bir sorun teşkil etmediği, yani gelen yatırımların bu şirketlerin değerlerine etkisinin bulunmadığı ortaya konulmuştur.

KAYNAKLAR

Ağayev, Ş.(2010). Doğrudan Yabancı Sermeye Yatırımları ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Geçiş Ekonomileri Örneğinde Panel Eşbütünleşme ve Panel Nedensellik Analizi. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 12(1), 159-184 7

Altan, M., & Arkan, F. (2011). Relationship Between Firm Value And Financial Structure : A Study On Firms In ISE Industrial Index. *Journal of Business*, 9(9), 61–66. Birgili D., & Düzer M. (2010). Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi: İMKB’de Bir Uygulama. *Journal of Accounting & Finance*, 74–83.

Büyüksalvarcı, A. (2010). Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişki: Ekonomik Kriz Dönemleri İçin İMKB İmalat Sanayi Şirketleri Üzerinde Ampirik Bir Uygulama. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 24(2), 121–140.

Çeştepe, H., & Mıstaçoğlu, T.(2012). Gümrük Birliğinin Doğrudan Yabancı Yatırıma Etkisi: Avrupa Birliği’ nin Yeni Üyeleri ve Türkiye Üzerine Bir Panel Veri Analizi. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 32(1), 123-140

Karlık, R. (1984).Uluslararası Ekonomi(10).İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.

Özaltın, O. (2006). Sermaye Yapısı Ve Firma Değeri İlişkisi İMKB’de Bir Uygulama, Sosyal Bilimler, 1–92.

Özcan, B., & Arı, A. (2010). Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımların Belirleyicileri Üzerine Bir Analiz: OECD Örneği. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*,(12), 65-88

Öztürk, M.B., & Demirgüneş, K., & Gözbaşı, O. (2012). Gelişmekte Olan Ülkelerde Uluslararası Doğrudan Yatırımlar ve Ekonomik Büyüme Etkileşimi: Panel Eşbütünleşme ve Nedensellik Analizi. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 14(2), 1-16

Pekkaya, M. (2006). Kar Payı Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi: İMKB 30 Endeks Hisselerinde Bir Analiz. *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 2, 183–209.

Sandalcılar, A.R. (2012), Türkiye’ de Yabancı Doğrudan Yatırımların İstihdama Etkisi: Zaman Serisi Analizi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 26(3-4), 273-285

Şen, A., & Saray, M.O. (2010).Türkiye’ de Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyümeye etkisi: Panel Veri Analizi. *Akademik Araştırmalar ve Çalışma Dergisi*, 22-30

Tatoğlu, F.Y. (2018). Panel Zaman Serileri Analizi (2). İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş. Tunca, H. (2005). Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları Ve Türkiye Örneği: Bir Zaman Serisi Analizi Uygulaması (*Yüksek Lisans Tezi, Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*, 2005).

Zeren, F., & Ergun, S.(2010). AB’ ye Doğrudan Yabancı Yatırım Girişlerini Belirleyen Faktörler:

Dinamik Panel Veri Analizi. *İşletme ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 1(4), 67-83